

证监会发布并购重组支付工具定向可转债规则征求意见稿

作者：卞昊 迟卫丽

一、背景

2023年9月15日，证监会发布了《上市公司向特定对象发行可转换公司债券购买资产规则（征求意见稿）》（“《定向可转债重组规则》”），澄清和明确作为并购重组对价支付工具的向特定对象发行的可转债（“对价CB”）规则。总体而言，《定向可转债重组规则》相较现有规则框架和市场实践并无实质新内容，主要是明确重组规则、再融资规则、可转债规则在对价CB场景的具体适用。

二、征求意见稿要点

如前所述，《定向可转债重组规则》主要是对现有规则和市场实践的明确，其要点可以总结为以下三点：

1. **明确对价CB和配套融资CB规则适用的总体原则。**在上市公司并购重组交易中，交易对价支付工具的对价CB主要适用《上市公司重大资产重组管理办法》（“《重组办法》”）发行股份购买资产的重组规则，涉及发行定向可转债配套融资的（“配套融资CB”）主要适用《上市公司证券发行注册管理办法》（“《再融资办法》”）和《可转换公司债券管理办法》。这与上市公司发行股份购买资产并配套融资交易中，发行对价股份和配套融资股份分别适用不同规则，逻辑一致。
2. **在第1点原则的基础上，进一步明确对价CB发行价格、锁定期及发行条件。**第1点原则在发行价格和锁定期上都很明确，对价CB应遵守《重组办法》中关于发股买资产的相关规则。但在上市公司所需满足的发行条件上，对价CB既要符合《重组办法》又要符合《再融资办法》中关于可转债和股份发行的条件；不过，如果转股股份的来源是上市公司回购的库存股而不是上市公司新发行股份，那么《重组办法》第43条关于发股买资产的条件、《再融资办法》中股份发行的条件都无需适用。
3. **明确可转债的权益计算方式。**可转债持有人的权益计算应遵守《上市公司收购管理办法》第85条，应当将其所持有的上市公司已发行的定向可转债与其所持有的同一上市公司的其他权益合并计算，并将其直接持股比例与合并计算可转债转为股份后的比例相比，以二者中的较高者为准。这也是已有规则，且目前市场实践也是这样计算来披露权益变动报告，此处只是明确。

结合现有规则及市场案例，对价CB和配套融资CB的核心条款对比，可参考下表。

核心要素	对价 CB	配套融资 CB
发行条件	(一) 符合《重组办法》第十一条、第四十三条的规定，构成重组上市的，符合《重组办法》第十三条的规定[1]；(二) 符合《再融资办法》第十三条第一款第一项至第三项的规定，且不存在《再融资办法》第十四条规定的情形[2]；(三) 不存在《再融资办法》第十一条第一项、第三项、第五项、第六项[3]规定的情形。上市公司通过收购本公司股份的方式进行公司债券转换的，不适用《重组办法》第四十三条和前款第三项规定。	《再融资办法》第十三条所规定的条件，且不存在《再融资办法》第十一条、第十四条相关情形。 核心条件包括： • 具备健全且运行良好的组织机构； • 最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息； • 具有合理的资产负债结构和正常的现金流量； • 不存在已违约或延迟支付本息的已公开发行的公司债券或者其他债务； • <u>董监高最近三年无行政处罚或最近一年无交易所公开谴责。</u>
转股价格	不得低于市场参考价的 80%。市场参考价为本次发行的董事会决议公告日前 20 个交易日、60 个交易日或者 120 个交易日的公司股票交易均价之一。	不低于认购邀请书发出前二十个交易日发行人股票交易均价和前一个交易日均价，且不得向下修正。
债券及转股股份的锁定期	一般情况下可转债及其所转换股份的锁定期为发行结束后的 12 个月或者在本次并购重组交易构成重组上市的情况下为发行结束后的 24 个月，仅在下述情况下为发行结束后的 36 个月：发行对象为上市公司控股股东、实际控制人或者其控制的关联人；发行对象通过本次交易取得上市公司的实际控制权；发行对象获得可转债时，持有的用于认购可转债的标的资产权益的时间不足 12 个月。	债券锁定期通常约定为发行结束后的 6 个月；所转换股份的锁定期为发行结束后的 18 个月。
转股期限	通常为发行结束之日起不少于 6 个月后方可转股	发行结束之日起不少于 6 个月后方可转股
信用评级	无强制要求	无强制要求
担保	无强制要求	无强制要求

三、我们的观察

1. 定向可转债目前还是一个比较小众的工具，2019-2020年期间密集探讨和实施的较多，近几年案例比较少。

(1) 证监会立法说明中也做了数据统计，2018年11月，证监会启动定向可转债重组试点，赛腾股份（603283.SH）2018年11月8日公告了首单定向可转债重组预案，该案例详情可参考我们此前发布的简评文章 [《简评首单定向可转债方案》](#)。截至2023年8月底，证监会共许可24家上市公司发行定向可转债40只；其中，作为支付工具24只，作为融资工具16只。将近5年过去了，相较于目前总计约4500家A股上市公司的规模，仅有24家上市公司发行过这个工具，确实比较小众。

(2) 更为直观地，我们检索了证监会的批文，近三年获批发行定向可转债的数字是5家（海问也参与了其中之一），分别是2021年3家（容大感光300576.SZ、海正药业600267.SH、华电国际600027.SH）、2022年1家（九丰能源605090.SH）和2023年1家（铜陵有色000630.SZ）。也即，24家案例中大部分为2019-2020年期间实施。

2. 从目前已有案例来看，定向可转债基本只出现在发股买资产的并购重组场景下。这个结论从上述证监会统计数据也可以看出来，发过定向可转债的上市公司家数与定向可转债用于支付工具的家数是重合的。也就是说，定向可转债作为并购对价支付工具的同时也可以作为配套融资工具，但是如果不作为支付工具，单独作为重组语境下的配套融资工具或者不在发股买资产并购重组的语境下单独作为类似于定增一样的融资工具都是无先例的。

上述结论目前为止都还是成立的，当然，定向可转债单独作为融资工具也并无规则上的禁止或限制。一个新的案例值得关注，2023年3月31日，华侨城A（000069.SZ）公告了向特定对象发行可转债的预案，这是脱离并购重组语境下单独作为融资工具的尝试。不过，半年时间过去了，预案经过股东大会批准之后似乎并没有报到交易所，后续进展暂时不明。但是，作为一家深市主板上市公司，预案的公布应已经过券商等中介的论证，至少从规则角度，定向可转债作为单独的融资工具是没有障碍的。

3. 定向可转债近几年并不流行，原因可能是多方面的。仅列出几点理解，供探讨：

（1）整个并购重组市场在前几年IPO注册制的浪潮之下都不算活跃，相应地，主要定位是对价支付工具的定向可转债也少了很多适用场景。

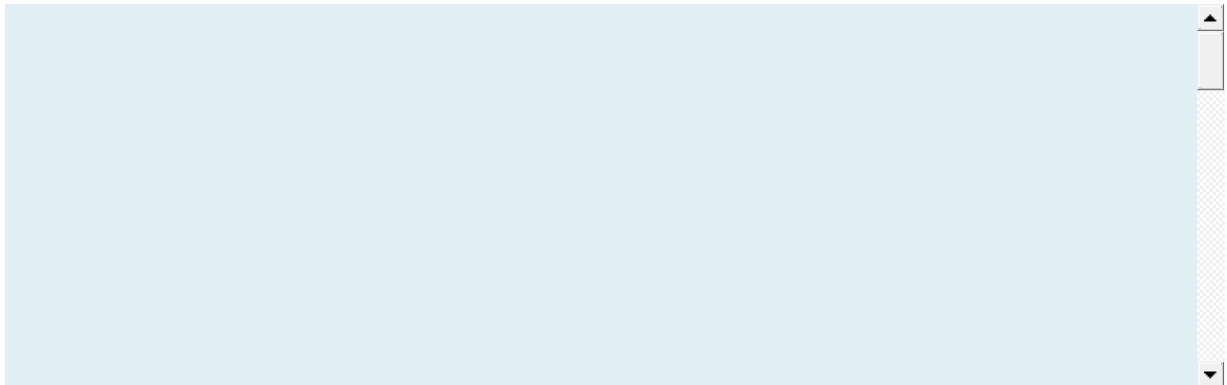
（2）这个工具在并购重组的当时“兼具股性和债性，能够为交易双方提供更为灵活的博弈机制，有利于提高重组市场活力与效率”，但在作为对支付工具时，鉴于条款可以设置转股价格的上修、下修，债券的赎回、提前回售、强制转股等等机制，再加上进入转股期之后债券持有人也会不时面临转股还是转让债券等选择，发行人和债券持有人都有很多决策需要再次考虑。选择多是灵活的，但如何抉择也是有点复杂的。

（3）此外，2021年1月证监会发布了《可转换公司债券管理办法》，作为配套融资工具的定向可转债需要遵守新规（但作为对价支付工具的对价CB无需遵守），其中有两点规则使得定向可转债在作为融资工具时吸引力下降：

a. 初始转股价格不得低于询价前20交易日的均价和前一交易日的均价，可转债转股后，股份锁定期为18个月。也就是说，与一个询价定增相比，定向可转债一方面转股价格不能相较于市价打折（询价定增最多可以相较市价打八折），另一方面锁定期更长（询价定增仅需锁定6个月），其作为权益类投资的优势并不是很明显。

b. 定向可转债的转股价格不可向下修正。可以理解监管机构保护广大公众投资者的初衷，但股价下行时，发行人也可能希望下修转股价格促进转股、减轻还债压力。根据新规，发行人不再有这个灵活性，从债券持有人角度来看，意味着股价下行时转股价格没有向下修正可能，较多情况下可能不转股、只做债权人了，想象空间下降。

如此小众的一个工具，在现在IPO收紧的市场环境下，证监会单独出台一个规则，也许对于并购重组市场是有些导向和意味深长的。在产业整合的背景之下，工具箱的丰富应有助于并购重组交易的达成，希望并购重组市场能再次活跃起来。借鉴证监会的官方措辞，期待并购重组市场能够充满“活力与效率”！



2023-09-18